

美国的证券市场

徐桂华 郑振龙

一、简要历史

早在 1700 年,纽约的大街上就开始了证券交易,当时主要是一些户外经纪人从事美国政府债券和新成立企业证券的交易。但美国第一家证券交易所却是 1790 年成立的费城证交所。1792 年 5 月 17 日,纽约 24 个证券经纪人签署了一项协议,决定每天在华尔街的一棵老梧桐树下聚会,买卖证券,这可以说是纽约证券交易所的起源。1793 年,一些经纪人从户外移到汤的咖啡馆,而另一些经纪人则留在户外,这个户外市场一直持续了长达 125 年之久。

1817 年,纽约证券交易所董事会公布了第一部正式的章程。该章程规定,由总经理呼喊股票的名称,确定佣金,并对违反规定程序的行为和缺席者予以罚款。当总经理唱出某种股票的名称时,经纪人就报出该股票的出价和要价。1863 年,该证交所迁入目前的地址,并决定采用“纽约证券交易所”的名称。1867 年,纽约证交所首次使用了证券报价机。1871 年,连续市场取代了唱名市场 (call market)。

1910 年,纽约证交所停止了未上市证券的交易。在此之前,未上市证券可以在该证交所交易,但发行这些证券的公司没有责任遵守交易所的标准。1915 年,纽约证交所股票挂牌和交易的标价法由面值的百分比改为美元。

1929 年 10 月因金融危机而导致股市崩溃后,纽约证交所宣布了一系列管理制度的

变革措施。1933 年 5 月,美国颁布了“证券法”,旨在向投资者提供更多的信息,禁止证券交易中的欺诈行为。1934 年,美国又颁布了“证券交易法”,建立了证券交易委员会,并制订了证券交易的规章制度。

1973 年,世界上第一笔上市股票的期权交易在芝加哥期权交易所 (CBOE) 成交,该交易所最早上市的是 16 种蓝筹股票的看涨期权,1977 年又引进了看跌期权。1982 年起,该交易所又开展了美国政府债券、斯坦达一普尔 100 种股票指数和斯坦达一普尔 500 种股票指数的期权交易。

1975 年 5 月,纽约证交所取消了固定佣金制,从而大大提高了其会员的竞争力。1977 年,第一个外国经纪人获准成为纽约证交所会员。

1980 年纽约证交所建立了一个分支机构——纽约期货交易所,进行期货交易。1985 年,美国证交所 (AMEX) 跟加拿大的多伦多证交所建立了电子联网,在不同国家的主要证交所之间首次建立了双向联系。

美国的证券市场历来雄居世界之首。1987 年之后,后起之秀的东京证交所和大阪证交所迫使纽约证交所屈居世界第三的位置。

二、证券交易所的组织结构

美国的证券交易所主要有纽约证交所、美国证交所、波士顿证交所、辛辛那提证交所、中西部证交所、太平洋证交所、费城证交所、山间证交所、斯波克纳证交所以及许

多地方性的证交所。

纽约证交所的证券总市值虽已不如东京和大阪证交所,但它仍是世界上最重要的证交所。其交易时间为星期一至星期五的9:30至16:00。纽约证交所目前共有1366个会员,这个数量是由证交所章程规定的。要想成为纽约证交所的会员,必须向现有会员购买一个席位,并需满足从业历史、业务能力、财务责任、资历等要求。席位价格由供求关系决定,1950年以来一般都在3.80万美元到100万美元之间。纽约证交所规定,会员申请只有获得到会董事2/3赞成才能批准。会员必须履行如下义务:①向席位的出售者全额支付席位价格;②向纽约证交所支付5000美元的入会费;③向纽约证交所抚恤基金捐款;④同意遵守纽约证交所章程,并接受董事会管理;⑤在一年内通过书面资格考试。纽约证交所的会员可分为佣金经纪人、特种经纪人、独立经纪人(或称“二元经纪人”)、注册交易商、注册竞争性市场创造者(Registered Competitive Market Maker)以及债券经纪人。但同一会员可充当多种角色。纽约证交所允许会员采取如下三种形式经营业务:①个人独资;②合伙组织;③公司。但个人会员不能跟公众交易,只能为自己或为其它会员交易。对合伙组织和公司来说,至少要有一个人普通合伙人或有表决权的股东拥有一个席位。

纽约证交所是非盈利性的公司,其管理机构是由12个代表公众的董事、12个交易日会员或联合会员(指在一个合伙组织会员中不是交易所会员的普通合伙人)以及1个全日制主席和总经理组成的董事会。董事会主席不能是该证交所会员,也不能跟一个经纪商或交易商组织联营,在任职期间不能从事其它业务活动。主席可以任命一名总经理、几名副总经理和其它职员。董事会有权采用、撤销、修改或解释该证交所的各项规

章制度,有权对违反这些规章制度的行为进行惩罚。

纽约证交所是一个自我管理组织,它还接受证券交易委员会的监督。

三、场外市场

1971年,为了提高场外市场的效率,美国建立了全国证券交易商协会自动报价系统(NASDAQ)。目前,它仅次于纽约证交所和东京证交所,成为世界上第三个重要的证券交易系统。

NASDAQ被许多人看作是未来全球证券市场的原型,它使投资者可以在任何时间和任何地点通过电脑系统进行证券交易。

美国的场外市场是由全国证券交易商协会管理的,该协会拥有3000个证券交易商,500个证券经纪人和大部分的投资银行家。由于NASDAQ佣金低,交易迅速,因此越来越多的公司由证交所转到该系统。

四、证券的上市制度

纽约证交所的证券上市最低要求有两套。第一套为:①拥有数量达到交易单位股票的股东达2000个;②公众持有的股票达1100000股;③公众持有的股票市价达1800万美元;④净有形资产为1800万美元;⑤最近一年税前收入达250万美元,前两年的税前收入达250万美元。第二套为:①股东总数为2200个;②最近6个月每月平均交易额达100000股;③过去三年税前收入总额达650万美元,最近一年税前收入达450万美元,而且过去三年都必须是盈利的。申请上市的公司只要满足上述两套要求中的一套即可。

股票被批准上市的公司除了要缴纳初始上市费外,每年还得交纳维持费(如表1所示)。

债券上市只需交纳初始上市费,而无需交纳每年的维持费(见表2)

表 1 股票的初始上市费和每年的维持费*

一、初始上市费		二、每年的维持费	
固定费	31700 美元	已发行股票数量	每百万股
+		200 万股以下	1270 美元
已发行股票数量	每百万股	200 万股以上	640 美元
200 万股以下	12700 美元	最低维持费:	
200—400 万股	6400 美元	已发行股票数量 (百万股)	
400 万—3 亿股	3100 美元	10 以下	12700 美元
3 亿股以上	1600 美元	11—20	19000 美元
		21—50	25400 美元
		51—100	38000 美元
		101—200	50700 美元
		200 以上	63400 美元

* 从 1985 年 1 月 1 日起实行。

表 2 债券的初始上市费

	每 百 万 美 元 本 金
长期 (5 年 以上)	22 美元
短期 (5 年 及 5 年 以下)	82 美元
重新上市	42 美元

纽约证交所要求在本证交所上市的公司与证交所签订一份上市协议, 该协议要求上市公司把一些将影响公司财务状况的事实如业务一般特征或性质的改变、职员或董事的变更、控股子公司产权的变化等通知证交所。公司还必须向股东公布其年报。如果公司对股息或其它权利采取任何行动, 也得立即通知其证券的所有持有者。

1988 年底, 纽约证交所上市公司共有 1 681 家, 其中国内公司 1 604 家, 国外公司 77 家, 国内上市证券总市值达 23 670 亿美元。全国证券商协会自动报价系统上市公司共 4451 家, 其中国内公司 4179 家, 国外公司 272 家, 国内上市证券总市值达 3550 亿美元。美国证券交易所上市公司达 895 家, 其中国内公司 840 家, 国外公司 55 家, 国内上市证券总市值达 760 亿美元。

五、证券的交易制度

在纽约证交所上市的每一种股票都被分配给某一特种经纪人 (Specialist) 负责。每个特种经纪人在一个交易站 (Trading Post) 负责许多种股票的交易。他既可以作为经纪人也可以作为交易商交易这些股票。挤在交易站的其它人则是代客户买卖的经纪人。经纪人通过公开喊叫方法讨价还价, 愿付最高价的买者和愿接受最低价的卖者达成交易。特种经纪人负责监督交易, 并保证市场的有序性。特种经纪人必须保证市场价格的连续性。如果证券供求出现暂时失调时, 他必须以自己的名义买卖证券。特种经纪人也可以作为经纪人代客买卖, 但主要是执行其它经纪人在股票市价跟限价委托的限制价格差异较大时转给他的限价委托。

当一笔交易在美国各证交所成交后, 电脑系统就负责记录、结算、交割和保管工作。除另有规定外, 在美国各主要证交所进行的所有交易都必须根据“5天交割计划”进行结算。根据此计划, 常规交易在交易完成后的第5个营业日结算, 对于违反规定者, 证交所有权处以每天100美元以下的罚款。中西部清算公司(MIC)负责为证券和银行业的交易者提供清算和结算服务。

在美国各证交所上市的证券种类主要有普通股、优先股、美国存单、受益信托证券、认股权、公司债、美国和外国政府债券、国际银行债券等。

根据证券交易委员会的命令, 从1975年5月1日起, 美国各证交所放弃固定比率的佣金制, 代之以可协商的佣金制。可协商佣金制的实行使证券交易所出现了一种新的经纪人, 即折扣经纪人, 这些经纪人所收的佣金只相当于其它经纪人的40%, 但他们除了交易外, 不提供咨询和其它任何便利。在纽约证交所进行的所有交易的卖者还得向美国证券交易委员会交纳交易费, 其比率是每300美元交易额交纳1美分的费用。

六、证券投资的税制

从1988年1月1日起, 从证券中得到的一切收入, 包括资本利得, 都被当作跟其它应税收入一样对待。个人所得税的最大税率为28%, 最低为15%。支付给外国投资者的标准预提税率为30%, 但支付给跟美国订有双重税收协议国家居民的股息通常只要交纳5—15%的预提税。对债券利息不征预提税。对债券利息不征预提税。目前, 美国政府跟澳大利亚、奥地利、比利时、加拿大、丹麦、埃及、芬兰、法国、德国、希腊、匈牙利、爱尔兰、冰岛、意大利、牙买加、日本、南朝鲜、卢森堡、马耳他、摩洛哥、荷兰、新西兰、挪威、巴基斯坦、菲律宾、波兰、罗马尼亚、南非、瑞典、瑞士、

特立尼达和多巴哥、苏联、英国等国订有双重税收协议。

七、保护股东的措施

1970年, 美国公布了“证券投资者保护法”, 并据此建立了“证券投资者保护公司”(SIPC)。在证券交易委员会注册的每个经纪人或交易商都必须作为该公司的会员。该法案的目的是为倒闭的经纪人或交易商的客户提供财务损失的保护。每个会员定期向该公司交纳一定的份额以建立和维持一项基金, 在经纪人倒闭时, 其客户的证券损失可以得到500 000美元以下的赔偿, 现金损失可得到100 000美元以下的赔偿。

1934年“证券交易法”的第16第a款要求每个拥有股票的公司职员或董事都必须根据该法进行登记, 直接或间接拥有任何种类记名股票10%以上的任何人, 都必须把他拥有同一发行者所有股票的情况报告给证券交易委员会和该证券上市的证券交易所, 以便存档。如果他的持股情况发生变化, 也必须填写特定的报告。这些要求的目的是为了防止董事或主要股东不公平地利用内幕消息。“证券交易法”第16条第b款规定, 证券发行者可在6个月之内向这些人追回其从买卖该发行者发行的任何证券中得到的利润。内幕人士必须向其交易对象公布自己通过职位得知而对方不知道, 而且对方如果知道将影响对方的投资判断的重要事实。否则的话, 就是违反了反欺诈规定。如果公布的情况不当或不真实, 内幕人士应放弃交易。违反这个“公布或放弃”规则者就构成了违法的内幕人士交易。

证券交易委员会以及各州和联邦政府制定的法律中都有有关合并和接管的规定。

八、对外国投资者的特殊规定

美国未实行外汇管制, 因此股息、利息、本金等均可自由汇出, 也无需进行投资登记。

但在一些敏感领域,如通讯、航空,在联邦土地上采矿、能源、银行、保险、不动产、农业用地、海洋船舶和国防等领域,对外国直接投资者仍实行一定的限制。

九、股价指数

美国的股票价格指数很多,主要有:

① 道一琼斯股价平均数。道一琼斯股价平均数在各交易日每半小时计算一次,每天早晨在《华尔街日报》上公布。该平均数包括四个平均数: i) 道一琼斯工业股价平均数(DJIA)。该平均数是世界上最著名的、历史最悠久的股价指数,开始于1844年。它用简单算术平均法计算30种交易最为活跃的工业股票的平均数,并经常根据析股和发放红股等影响平均数达5点以上的行为调整除数。1988年,该除数值只有0.784,也就是说,如果该平均数所包含的30种工业股票的价格同时上升1美元,则该平均数将上升34点左右。因此该平均数不是以美元或美分表示,而是以点数表示。1991年9月17日,道一琼斯工业股价平均数达3013.2点。ii) 道一琼斯交通运输业股价平均数,该平均数包括20种交通运输业的普通股。iii) 道一琼斯公用事业股价平均数,它包括15家公用事业公司的股票。iv) 道一琼斯综合股价指数,它是用上述三组中的65种股票综合起来,计算出来的综合股票价格指数。

② 斯坦达一普尔500种股价指数。该指数从1957年开始计算。从1976年7月1日开始,它包括400家工业公司、20家交通运输业公司、40家金融机构和40家公用事业公司的普通股。具体计算方法是用这500种股票的总市价,除以这些股票在1941—1943年期间的加权平均市价,再乘以10。

③ 纽约证券交易所综合股价指数。它包括在纽约证交所上市的全部普通股。该指数又被分为工业、交通运输业、公用事业和金融业四组,采用加权平均法计算。它把1965年12

月31日的收盘价定为50.00,按各种股票的市价进行加权计算,并根据每天新上市、停止上市和资本变动等情况调整基期市价。

④ 美国证券交易所市价指数。该指数用于衡量在美国证交所上市的所有普通股、美国存单(ADR_s)和认股凭证总市价的变动情况。其计算方法是用这些证券的总市价除以前一天收盘时的总市价再乘以前一天收盘时的指数值。因此该指数的变动率就等于总市价的变动率。新证券上市后一小时,该证券就加入该指数,并在计算指数的分母加上1。该指数在纽约时间上午10:15和10:30计算,然后从上午11:00到下午3:30每半小时计算一次,并在收盘时重新显示。

⑤ 全国证券交易商协会自动报价系统股价指数(NASDAQ Index)。该指数从1971年5月开始公布,并规定1971年2月5日的收盘价为100。该指数包括在全国证交易商协会自动报价系统上市的全部国内普通股。这些普通股被分为七类:综合(所有股票)、工业、银行、保险、其他金融机构、交通运输和公用事业。该指数每天都得对析股、认股权、新上市和暂停上市等行为进行调整,以免影响指数值。

⑥ 涨跌指数。它是衡量价格上升和下跌的股票数量的指标,每天由《华尔街日报》公布。

十、市盈率和股息率

美国的股市拥有近300年的历史,比较成熟,因此其市盈率和股息率都较为稳定和正常。1982—1986年底,纽约证交所的市盈率分别为14.71、13.04、10.38、13.70和14.10倍,1989和1990年,市盈率分别为14.1和13.6倍。1982—1986年底,纽约证交所上市股票的平均股息率分别为5.17%、4.36%、4.49%、3.80%、3.60%。

(作者单位:复旦大学经济系、厦门大学财金系)